

成長基盤強化の支援スキームの方針

発表日：2010年5月21日（金）

～限界を承知しつつ、新方式を設ける日銀～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

日銀は成長基盤強化のための資金支援のスキームに関する骨子素案を示した。前回会合で白川総裁から執行部に指示されたものである。内容は、民間金融機関の融資実績に応じて、日銀が原則1年間の期間で金利0.1%で貸し付ける制度になりそうだ。その量的なインパクトは小規模に止まるだろうが、日銀にすれば、政府に対して成長支援を促進するような「呼び水」になればよいと考えているのであろう。

成長基盤強化を支援する資金供給の骨子

5月の政策決定会合は、当日の株価が1万円割れし、ドル円レートが90円/ドルを割り込むような金融市場の激震の中で行われた。総裁会見では、「欧州市場の日本経済への影響は限定的」としつつ、「市場の緊張が高まれば世界経済を下振れさせる可能性」があると語られている。一方、同じく円高・株安に見舞われた2009年12月1日に、臨時会合を開いて新型オペを導入したときとは、やや温度差があるようだ。

今回、前回会合で予告があった通り、成長基盤強化に対する資金供給の仕組みの方針を示している。日銀が強い関心を持っているのは足元の混乱よりも、中長期的な日本経済の課題のようである。公表されたペーパーでは、成長基盤強化を支援するための資金供給の骨子については以下のような点が示されている。

- (1) 貸付期間は、原則1年。ロールオーバーを認める。
- (2) 貸付金利は、無担保コールレートの誘導目標水準（現状0.1%）。
- (3) 担保は共通担保。
- (4) 貸付額は、対象金融機関から成長基盤強化に向けた取り組み方針の提示を受けて、そのもとで行われた融資・投資の実績に基づき、貸付を行う。
- (5) 金融機関の取り組み状況を踏まえて、貸付開始時に貸付総額、受付期間、借換可能回数を定める。

この枠組みは、おおむね予想通りである。貸付期間の予想は、6か月という見方もあったが、原則1年間ともっと長い期間になっていた（現在の固定金利オペレーションは3か月）。ただし、事前にわからなかった点は、骨子をみてもなお曖昧である。それは、基準にする「融資・投資の実績」が、残高の純増なのか、新規貸付実行額なのかという点である。新規貸付の場合は一見わかりやすいが、設備資金のように1年以上の長いものだけでなく、運転資金を含むときはどうするのが曖昧である。運転資金の新規貸付実行額の場合は、ごく短期間でロールオーバーするので、上記の実績に馴染まない。すると、期間のある程度長いものに限定して、新規貸付実行額を実績に基準とするのであろうか。

筆者は、新しい貸付制度はどのくらいの成果が期待できるのかをかなりラフに考えてみた。公開されている日銀の銀行貸出額には、国内銀行の新規設備投資貸出の実行額がある（図表）。2009年度は、新規設備貸出の実績が35.9兆円である。この規模は大きいように思えるが、内訳は個人向けが15.1兆円、不動産向けが7.1兆円なので、それを差し引いた13.7兆円が「成長基盤強化」に資する金額を選択する母数になるのだろう。なお、エネルギー（石油石炭、電ガスなど）の新規設備資金は2009年度1.3兆円、医療・福祉1.0兆円などとなっている。実績ペー

スで、成長基盤強化の趣旨に適っている対象金額は、それがエネルギー・医療福祉・学術研究などに絡んだ設備資金を対象にしていると前提を置くと、せいぜい1～3兆円というところではないか。この点は、4月30日の白川総裁の会見で、「目標となる何らかの量を意識しながらこれを達成するかたちで行うというものではありません」と断りを述べている。

新しい資金支援については、それがいつから開始されて、いつ終了する目処なのかという点もまだ明らかではない。おそらく、細かい手順・適用対象については、次回6月の会合を目処に固めて、今夏くらいに実施していくことになるだろう。

(図表) 国内銀行の業種別貸出

	新規・設備投資貸出					貸出残高の対 前年増減額
	2009年度	10/1-3月	10-12月	7-9月	09/4-6月	2009年度
製造業	21,296	5,019	3,471	7,205	5,601	-26,840
食料	2,291	783	477	598	433	2,828
繊維	396	60	76	194	66	-760
木材・木製品	262	48	32	96	86	-302
パルプ・紙	552	120	179	76	177	-1,179
印刷	490	141	88	153	108	-804
化学	2,445	401	305	1,138	601	-3,331
石油・石炭	2,017	546	352	782	337	1,086
窯業・土石	326	74	106	70	76	-2,766
鉄鋼	1,924	444	276	529	675	-1,740
非鉄金属	688	87	47	365	189	-535
金属製品	839	182	184	217	256	-1,856
はん用・業務用機械	1,583	379	312	483	409	
電気機械	3,392	919	537	717	1,219	-8,617
輸送用機械	3,282	649	330	1,517	786	-2,727
農業、林業	363	90	89	110	74	-217
建設業	3,053	1,131	584	705	633	-14,401
電ガス・熱供給・水道	10,684	2,326	2,572	2,266	3,520	483
情報通信業	3,001	704	709	856	732	-2,432
運輸業、郵便業	20,862	6,469	3,783	4,425	6,185	896
卸売業	5,097	1,369	1,044	1,650	1,034	-20,189
小売業	6,372	2,083	1,407	1,650	1,232	-7,750
金融業、保険業	1,656	658	501	345	152	-22,045
不動産業	71,407	25,036	14,441	17,994	13,936	19,011
物品賃貸業	2,710	787	655	772	496	-12,823
学術、専門技術サービス	1,477	406	328	473	270	
宿泊・飲食	4,566	1,169	1,099	1,123	1,175	-1,279
生活サービス、娯楽業	5,540	2,140	1,129	1,129	1,142	
教育、学習支援業	1,915	679	396	473	367	2,044
医療・福祉	10,221	3,003	2,473	2,426	2,319	1,773
地方公共団体	8,201	3,919	587	427	3,268	16,205
個人（住宅・消費・納税）	150,576	41,925	34,599	38,023	36,029	-4564
合計	358,813	107,669	76,990	89,369	84,785	-71,826

出所：日本銀行

「呼び水効果」を狙うのか

日銀は、抜本的なデフレ解消のために、日本経済が生産性上昇を目指すべきだと考えている。そうした想いはあっても、もともと金融政策という領域でできることはわずかな範囲でしか貢献できない。数年来、日銀が企業への資金供給を活発化しようしても、仲介する銀行は資金需要の低迷に直面して思うように成果を発揮できないでいる。本来、文字通りの「成長分野」があるのならば日銀が何もしなくても、銀行は成長分野に融資をして収益を稼げるはずだ。それができないでいるのは、ビジネスをやっていない人からは有望に見えても、ファイナンスを行う主体の側からみれば、リスクに見合ったリターンが得られないという事情がある。損失をカバーできるような手当てがなければ、銀行貸出は増やせないという採算性の問題である。日銀の資金供給の方針に立ちはだかるのは、需要面

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

では資金需要の低迷であり、供給面では損失リスクをカバーできないという採算性の問題である。

日銀は、こうした限界を承知しつつも、敢えて「成長基盤の強化に資する」活動への支援をアピールしようとしている感がある。白川総裁には、企業の取り組みに対して、金融政策だけでなく、政府の政策誘導が不可欠という考えがあり、政府に対してシグナルを送ろうという意図があるのだろう。そのシグナルは、民主党政権が企業の成長支援に対して前向きな姿勢でマニフェストを描き、規制改革や税制緩和などの供給サイドの支援を行ってほしいというものだと察する。日銀が敢えて金融政策の境界線を踏み越えて、成長基盤の強化に乗り出してきたのは、そうした想いがあるのだろう。

景気判断と金融政策

日銀の景気判断は、「海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつある」と、前回までの「持ち直しが続けている」から上方修正された。5月20日に発表されたQEでは、日本は前期比年率4.9%の上昇と、同期間の欧米の成長率を上回る勢いになった。その中では、設備投資の改善が進んだこともあり、公表文では「設備投資は持ち直しに転じつつある」と前向きに表現している。定性的にみれば、外需から内需への波及が始まり、「自律回復の動き」が進んでいる証拠と言えよう。

反面、こうした景気判断の引き上げと金融政策運営の関係はわかりにくい。日銀が景気判断を引き上げたから、金融緩和を手仕舞うかと言えばそうならない。白川総裁は、展望レポートで言及したように、「わが国においては、少子高齢化・人口減少などを背景とした国内需要の減少が見込まれる中、実質成長率や生産性を引き上げていくことが重要な課題」という認識の下、金融緩和の仕組みをアレンジして、成長基盤の強化を促そうとしている。景気回復でも金融緩和に工夫を加えるのは、日銀が政府などから厳しく求められている金融緩和圧力に応じるためのレトリックなのか。もしくは、政府が中長期的な課題への熱心に取り組むように働きかけるための深慮遠謀なのか。いずれにせよ、景気情勢の霧が晴れない限り、しばらくは金融政策はさらなる工夫を求められるであろう。